

机构客户周刊

二零零七年十二月三日星期一 [总 109 期]第 41 期 2007 年 12 月 3 日

GF Securities Institutional Weekly
3Dec.2007



本期焦点

基金视点：白酒演义之最后的主角

宏观视角：今年 70%的概率不再加息

一周投资：新大陆 三维通讯 华峰氨纶

固定收益：一周可转债市场的分析

主办：广发证券机构客户部

网站：www.gf.com.cn

地址：广州市天河北路 183 号

大都会广场 36 楼

邮编：510075

传真：020-87557972

联系电话：020-87555888

本期编辑：于小飞

电话：010-68083356

email:yxf2@gf.com.cn

机构客户部联系人：宋莉

电话：020-87555888-691

email:sl2@gf.com.cn

**欢迎来电、来邮告诉我们
您的宝贵意见。**

免责声明：本周刊的信息均来源于公开可获得的资料和本公司的资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本周刊仅向本公司特定的机构客户传送。

本期导读

◆ 一周要闻

◆ 市场概述

◆ 基金视点

白酒演义之最后的主角

◆ 宏观视角

今年 70% 的概率不再加息

◆ 一周投资

☆ 深度报告：新大陆

☆ 深度报告：三维通讯

☆ 深度报告：华峰氨纶

◆ 固定收益产品

☆ 一周可转债市场的分析

一周要闻

人民币汇率升穿 7.4 创新高 7.3992. 在上周前四个交易日连续攀升所打好的基础之上，人民币汇率上周五轻松上跃 127 个基点，再次创下汇改以来的新高。

点评：人民币快速升值的第一个原因是美国降息预期越来越浓，压制了美元的走势第二个原因是我国央行表示，将加强利率和汇率政策的协调配合，稳定通货膨胀预期。人民币升值趋势仍然明确，这对股市延续牛市大格局构成有利支持。

今日投资 11 月份基金经理调查结果显示，基金经理心态更趋谨慎。91% 的基金经理认为当前股市被高估，较 9 月份上升 7 个百分点。与 9 月份调查相比，基金经理对未来一年的投资回报期望明显降低。预期投资回报率在 20% 以上的人数为 55%，大幅下降了 24 个百分点。机构投资者乐观情绪继续下降，逢低买入意愿持续减弱，而逢高减持意愿明显增强。

新华社：期指上市时间表未确定。中国金融期货交易所总经理朱玉辰日前在接受记者采访时透露，目前，中金所的首个金融期货产品“沪深 300 指数期货”的各项筹备工作进展顺利。据记者了解，目前，有关股指期货推出的方案的确已经上报；无论是证券期货监管部门，还是金融期货交易所，乃至有关期货公司，都在等待佳音。但股指期货何时推出却没有最后确定。

点评：10 月 27 日，证监会主席尚福林在中国金融衍生品大会上表示，目前中国股指期货在制度和技術上的准备已基本完成，推出股指期货产品的时机正日趋成熟。证监会将继续做好股指期货推出前的各项准备工作。这在一定程度上表明，股指期货的推出已经进入最后的冲刺阶段。但新华社的报道表明，目前市场上所传“时间表”均为“传言”，期指上市时间表至今尚未确定。而股指期货推出的时间表，已经成为制约当前股市大盘走向的一个重要不确定因素，时间表仍不确定，不利于大盘止跌后形成新的持续反弹上升的行情。如果明确推迟到明年一季度后才推出股指期货交易，将为大盘提供一次跨年度的行情机会。反之，如果股指期货推出的时间一直处于不确定状态，则大盘很难形成新一轮的持续上升行情。

摩根大通：2008 年仍要增持中国股票。摩根大通亚太董事总经理、中国研究部主管龚方雄日前撰写报告表示，投资中国的决定性因素是中国经济的增长动力。“从市盈率绝对值看，中国股票的确非常贵。但 A 股市场的市盈率尚未因非理性投机而激增到顶峰。在 2008 年仍然要增持中国股票。”

点评：龚方雄认为，中国股票市场 2008 年的几大主题是经济增长、通货膨胀、盈利正常化、企业核

心竞争力及消费升级。他仍然看好能源尤其是煤炭，原料、资源尤其是水泥行业，而金融行业保险、银行和地产也将从中国经济的强劲增长和通货再膨胀中稳定地获益。与此同时，改革、自由化和注资将成为很多领域的长期主题。像机械和工业品制造部门这种具备全球核心竞争力的中国行业也被看好。从中国消费升级中获益的公司也是 2008 年中国股市的主题之一。这为投资者研盘 2008 年行情与投资重点提供了另外一种参考意见。

把“双防”作为宏观调控首要任务.中共中央政治局 27 日召开会议，会议要求把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为宏观调控的首要任务；坚持好字优先，促进经济发展方式加快转变；继续严格控制固定资产投资过快增长。

点评：这次会议把防过热、防通胀作为宏观调控首要任务，表明目前防止经济过热和防止通胀的压力较大，明年调控政策压力较大。会议精神表明，明年的宏观调控基调已经确定。不过，如果通过主动的结构的宏观调控，有效预防了经济过热和通胀恶化的情况发生，将十分有利于中国经济的持续稳定发展，对股市的稳定也有好处。此次会议并没有具体提及股市、房市问题，值得关注。

中金公司首席经济学家哈继铭预计，明年人民币对美元将升值 10%，而中国经济改革研究基金会理事长樊纲则表示，不建议汇率大起大落，因为国内的体系无法承受这样大的波动。

点评：虽然对于汇率问题有争论，但他们都认为，明年中国经济仍将平稳较快增长。其中哈继铭表示，“如果中国资产价格现在大幅度上涨是一场晚宴，这场晚宴什么时候可能结束呢？至少在 10 年之后。”哈继铭认为，股市的财富效应将会进一步推高房价。房价仍将出现区域性上涨，某地炒股的人越多，那么该处房价的涨幅就越大。经济增长速度不下降到 9.5% 以下、人民币升值趋势不到位、一年期银行存款实际利率不超过物价指数，是目前不少专业人士判断牛市可能结束熊市可能来临的三大关键指标，尤其值得重视。

国务院常务会议研究部署促进资源型城市可持续发展工作，讨论并原则通过《中华人民共和国社会保险法（草案）》，审议并原则通过《中华人民共和国企业所得税法实施条例（草案）》。

点评：《企业所得税法实施条例（草案）》的通过标志着市场期待已久的“两税合一”将正式于明年 1 月 1 日启航，有望提升明年的上市公司盈利水平，这对目前低迷的股市构成特大利好，其中最受益的银行股将撑起明年行情的半边天。尽管“两税合一”的实施对上市公司整体而言是利好，但对不同行业的利好程度有差异，对部分行业甚至会产生一定的负面影响。就名义税率的调整来看，银行、

饮料(尤其是白酒)、通信、钢铁、煤炭、造纸、石化、商贸、房地产等实际税负高于 25% 的行业,其税负在新税法下的下降空间较大,并将带来税后利润的大幅增长,尤其是银行业受益最大。如果银行股能走稳,预期将很大程度上抵消中石油下跌的压力,对大盘走稳发挥积极影响。

四季度 64 家公司股东减持 4.56 亿股,大小非减持仅占解禁规模 3.25%。从 10 月份至今,上市公司大、小非总解禁股数 150.22 亿股,解禁股份数量占这些公司年初流通 A 股股份的 22.11%。据统计,10 月份至今仅有 64 家上市公司的股东有减持行为,减持股数 4.89 亿股,占这些公司 10 月初流通 A 股股份的 8.59%,占解禁规模 150.22 亿股的 3.25%。其中 23 家公司的大股东进行了减持。12 月份,证券市场将再次迎来解禁高峰,不过这次主角并不是大小非的股改解禁,而是 IPO 发起人持股解禁。数据统计显示,截至 11 月份,今年 IPO 解禁股份合计为 15.47 亿股,而 12 月份 IPO 解禁股份将达 34.94 亿股,市值约 571 亿元

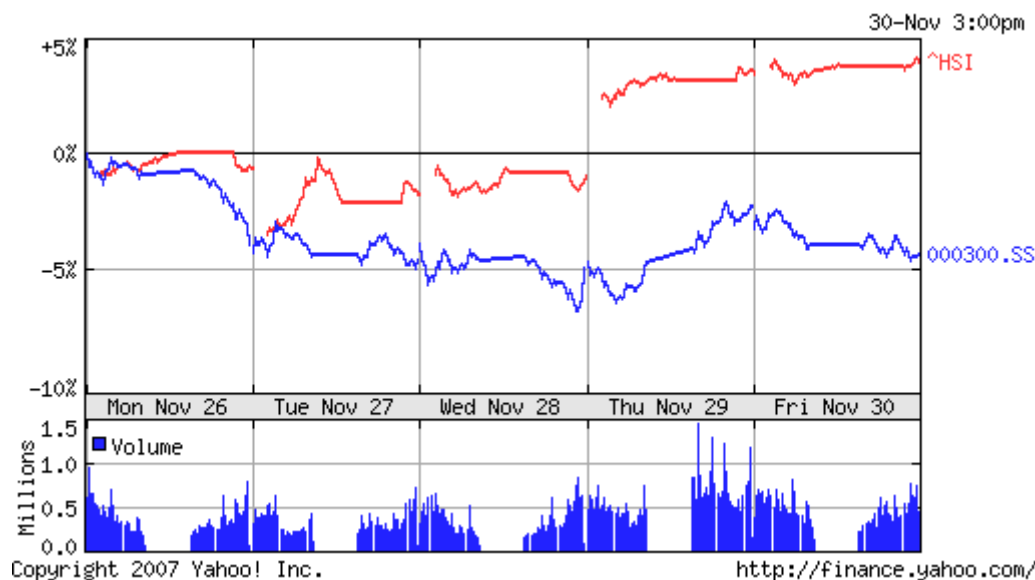
点评:11 月虽然大盘深幅调整,但是解除限售的大小非股东并未出现恐慌套现的现象,与上月相比反而呈现出惜售的态势。也因此,基本面好的上市公司,受限售股上市影响不大。而基本面差的公司,大股东套现欲望较强,压力就很大。统计显示,ST 一族是股东减持大户。ST 远东、ST 赛格、ST 东方 A、ST 金花、ST 天宏、ST 鼎立、ST 金瑞等公司在四季度均遭遇不同程度的减持。因此,对于解禁股上市流通,要注意根据上市公司基本面好坏进行衡量,注意回避短期的冲击。从目前数据看,年底前除了限售股解禁的压力之外,还将有 IPO 的压力,股改、IPO 和增发 12 月份解禁规模合计约 1365 亿元,市场的资金面能否承受,值得关注。

太保 A 股 IPO 下周一上会 拟发 10 亿股。中国证监会昨晚公告,发审委将在下周一审核中国太平洋保险(集团)股份有限公司首次发行 A 股的申请。太保集团 A 股发行价大致在 20 元/股左右。

点评:这意味着太保公司又要从一级市场抽走 200 个亿,市场面对新的扩容压力,不利于大盘的稳定与反弹的持续。

市场概述

沪深 300 指数一周走势图



一周市场概述:

本周市场 5000 点关口反复争夺, 震荡趋势未改。我们认为, 市场在 150 天平均线上方企稳的概率较大, 大盘向下空间已经不大; 谨慎选择股票开始战略性建仓的机会已经开始, 后续市场将等待人气的逐渐恢复。

调查显示, 基金经理加息和升值的预期仍然高度一致。72%的基金经理判断未来 12 个月加息幅度将超过 50 个基点, 人民币预期升值幅度超过 5%。通货膨胀预期明显放缓, 普遍预期政府下阶段将会出台新的调控措施, 且调控措施中行政手段可能会加强。今年来不断调高对上市公司盈利增长预期的趋势本期被终结。目前的盈利增长预期均值为 21.80%。金融地产再度成为最受青睐的板块。展望未来 6 个月, 77%的基金经理认为金融类股票将超越大盘; 判断日用消费品、零售类股票将超越大盘。本期调查中显示出的风格偏好并不明显。认为大盘蓝筹未来半年表现优越的占被调查人数的 18%; 选择中等市值绩优股和小市值成长类股票的人数各占 23%和 20%; 资产重组或资产注入类股票的选择比例为 39%, 较 9 月份数据大幅下降 27 个百分点。最新的基金经理调查结果, 是了解基金经理对未来股市发展信心强弱以及未来热点转换方向的重要参考。

基金视点

广发基金朱平：白酒演义之最后的主角

虽然出国不多，但我一直认为投资管理的定位一定是基于全球范围的，不存在定价权问题，也不存在中国特色的估值，回报是绝对的，所谓流动的资金、开放的市场、全球的企业。所以将来中国的投资管理人一定会按收益率和风险，在全球各个市场寻找最好的股票构建组合。从这个意义上说，QDII 并不仅仅是因为国内股市太贵，而要分散风险，QDII 最终目的应是为了中国投资者在全球更好的配置资产并选择最合适的股票。正是为了这个目的我和同事出差到纽约，漫步在纽约街头，看着鳞次栉比的高楼，我禁不住想，这可能是我们这个星球上最好的一个地方，当然也可能是最坏的一个地方，比如昂贵的价格和拥堵的交通。不过就在纽约 47 街临近第五大道的地方，有一家五粮液中餐馆倒还不算是吃起来让人心疼的地方。不知道这个餐馆起了五粮液的名字是否与五粮液有关，但据说五粮液确实花了很多钱在纽约开了家专卖店，因为当时五粮液在国内正如日中天，自我定位为酒业大王，（国酒的定位已被茅台据为己有）。那个时候，经销商要想进五粮液就必须搭售尖庄之类的低档白酒，在那个时候，没有人想到高档白酒会像现在这样不停地涨价，也很难料到五粮液会象今天这样失去一统天下的地位，这就象我们现在也很难想象到底什么时候中国的投资管理人能真正做到全球投资。

有一个爱喝酒的朋友，把中国的四大品牌白酒做了个八卦的定位，他说五粮液香味丰富浓郁，像个风华绝代的少妇；老窖主要由高粱酿造，香味浓烈纯正，像野性的吉普赛女郎。水井坊香味清纯，好比纯情少女；而汾酒做为一次蒸馏法的清香型酒，仍带有谷香，所以像是乡村女孩。至于茅台则很难给出一个明确的定位，因为一旦喜欢喝茅台，就可能不再和其他白酒比较了。这种分析可以看成是一种笑谈，但如果分析国内这几种白酒未来的发展前途，也许就不是那么轻松了。

分析国际烈性酒在国内的广告，我们发现全球第二的保乐利加旗下品牌芝华士一贯地以中产阶级的休闲形象示人（因为它是挑战者），但洋酒的主要销售场所是夜场，而国内中产阶级男性在夜场主要是在 KTV 以公务为主并不在酒吧，所以它的业绩也不太好。排名第一的帝亚吉欧旗下品牌轩尼斯的广告定位主要是气质和品味（因为它是领先者），并没有针对特定人群，所以其销售反而要更好一些。国内除茅台之外的四大高档白酒品牌如果真像上文一样可以进行比较的话，那么可能得

出一些推测。首先是酒业大王五粮液将面临最大的压力，它可能会重新定位成为二类品牌中的一种；其次四大品牌必须要进行差异性定位，各自吸引自己的目标消费者；第三，茅台可能完成其国酒的定位，如果这种定位完成，茅台就会脱离其他四大高档白酒的阵营，单独成为奢侈品白酒，目前被这五家白酒争相标榜的文化和品质也将变成茅台独有的广告定位。

显然目前的现状并非如此，五大白酒在广告定位和定价策略上都紧紧盯住，互不相让。所以广告都以文化和品质为核心，售价也同进同退，宁可让利给经销商也不愿意在价格上掉队。但浓香型酒及清香型酒具有较大的替代性，这使得这些酒可以成为高档产品，但成为奢侈品会比较困难。奢侈品的特点有两个，一是价格需求曲线与一般商品正好相反，理论上的定义是价格越高需求量越大；第二个特点是供给的有限性，比如即使在纽约最大的 OUTLETS 折扣店，人们也无法买到 LV 的包，因为 LV 在任何地方任何时候都不打折扣。从这两个特征看，茅台是最有可能的候选人，这又可以得出以下两个推测：一是茅台的价格将显著超过其他四大品牌的白酒，二是茅台将经历一个需求增加的过程。现在还没有人可以确定这个结果将来会不会出现，因为这一轮白酒涨价的过程还在继续，相信白酒如此快速的涨价一定会在某个时候停止，而这个涨价的过程实际上也是各品牌比拼内力，行业洗牌的过程，市场将最终决定谁在越涨价的过程中，销量也在增长，从而成为奢侈品，并最终成为这轮白酒演义中最后的主角。

宏观视角

导读：哈继铭我国 1999 年和 2001 年两次出口增速的下降都造成了通货紧缩，因此预计出口增速的放缓将使国内通货膨胀得以缓解。他认为，今年 70% 的概率央行不会再次加息，而明年最多加息 54 个基点

今年 70% 的概率不再加息

哈继铭

中国国际金融有限公司的首席经济学家哈继铭昨天表示，今年有七成把握央行不会再次加息，明年最多加息 54 个基点；同时人民币汇率将加快升值，而美元的贬值趋势还将持续到 2009 年。

美房市下跌或导致我国出口增速放缓

周四哈继铭在由新加坡商会和上海恩越思企业管理咨询 (SHEN) 主办的商业论坛上表示，2008 年我国将举办奥运会，内需将在经济增长中发挥更加重要的作用，而相关行业也将在内需高峰时期获益。

他指出，今年以来，我国新开工项目计划总投资同比增长超过 20%，预示明年投资出现高增长。由于固定资产投资增加，2008 年银行利差所得仍然较高，因此他仍然看好银行类股。

预计未来两年美国房地产市场仍将持续下跌，由于美国居民个人消费与真实房价联系紧密，因此房价持续下跌将给美国经济造成深远影响，并导致中国的出口增速有所放缓。

我国 1999 年和 2001 年两次出口增速的下降都造成了通货紧缩，因此预计出口增速的放缓将使国内通货膨胀得以缓解。他认为，今年 70% 的概率央行不会再次加息，而明年最多加息 54 个基点。

美元贬值将持续到 2009 年

美元自 2001 年起大幅贬值，过去六年间美元兑欧元贬值 37.35%，美元兑英镑贬值 29.82%，美元兑澳元贬值 45.22%。根据中金研究部测算，美元实际有效汇率还有 15% 左右的贬值幅度才能达到均衡，按照今年三季度贬值 2.5% 的速度，美元贬值趋势将在 2009 年才能见底。

哈继铭预计明年人民币兑美元将加速升值，人民币加速升值不仅能够抑制通胀，而且抑制未来的升值预期，降低整人民币升值周期内涌入的热钱总量，维护金融稳定。

次级抵押贷款危机爆发引发金融市场的震荡，使全球经济面临下调压力。中国 A 股市场也在四季度发生大幅调整。哈继铭昨天表示，美元持续贬值将推动大宗商品价格上涨，促进全球资金以证券投资为主的形式涌入新兴市场。但随着 2009 年美元的下调见底，届时国际资本将回流。

而未来几年，我国的人口红利将继续推动资产价格上升。我国主要储蓄者的比例，即 35~54 岁人群占总人口的比重将在 2010~2015 年间见顶，到 2015 年左右我国“婴儿潮”一代逐渐退休。参照日本 1985~1995 年间的历史来看，日本的房地产市场和股票市场，都是在“婴儿潮”一代开始退休后不久达到顶峰，但随后日本这两个资产市场都发生了泡沫崩溃。

一周投资

深度报告：新大陆

广发证券发展研究中心行业研究员 惠毓伦

公司进入快速增长阶段，增发项目将快速提高公司盈利能力

公司主营各项业务进入稳定快速增长期，公司进入新的快速增长阶段。增发后将快速提高公司盈利能力，单纯收购新大陆通信公司 60% 股权，将可使公司 2008-2010 年度的净利润分别增加 2505 万元、3160 万元和 3470 万元。

自动识别业务进入快速增长阶段

公司自动识别国外业务继续保持快速增长，国内业务经过多年的培育，也进入快速增长阶段。农业部动物标识溯源系统设备已经开始交付，从公司公告的较大订单可以看出，其它领域的应用也在不断拓展中，国内应用市场启动已经明显加快。公司自动识别业务经过多年的研发、积累，目前产品已逐步放量，将进入快速增长阶段。

电子回执开始商业应用

电子回执在完成了市场探索阶段后，目前正在国内市场逐步推广，先后推出了国内第一张二维码电子电影票、二维码电子折扣券、二维码电子 VIP。今年来福建、广东、云南等地的实际商业应用表明，电子回执业务具有广阔商业应用前景，今年已经产生了规模流量，预计该业务将出现爆发性增长，成为公司增长最快的业务领域之一。

维持买入投资评级

我们判断 2007 年将成为公司快速增长的一个起跑点，增发实施后将快速提高公司盈利能力，维持买入评级，目标位 20.60 元。

深度报告：三维通讯

广发证券发展研究中心行业研究员 李太勇

收购紫光网络带来协同效应致 08 年业绩同比增幅明显。

合并紫光网络的报表效应，将会使公司收入和利润与 06 年相比增长近 3 成。同时收购紫光网络有利于公司无线覆盖产品一体化的生产，提升无线覆盖产品竞争力；同时紫光进入三维通信后，无源射频器件的研发与市场拓展能力将会得到提升，未来公司面对主设备厂商（如爱立信等）的销售收入将会得到快速增长。

三维技术研发能力处于行业前列，多市场的拓展分散风险

三维通信与行业龙头京信通信相比还存在较大的差距，但公司在数字化覆盖产品、数字电视发射与转发设备的研发方面处于行业前列，未来 2 年综合竞争力提高将会带动无线覆盖业务增长加快，09 年开始，3G 无线覆盖业务开始贡献规模较大的收入。08 年开始无源射频器件、数字电视覆盖设备将成为公司新的增长点。

利用华讯投资平台和管理层直接持股实现了股权激励。

利用华讯投资的平台引进了新的 CEO 李钢，将会有效提高公司的市场拓展能力和管理水平。管理层直接持股和通过华讯投资的间接持股已实现了管理层的股权激励，减少了未来相关成本的发生。未来三年净利润复合增长率超过 45%。

我们预计公司 07-09 净利润同比增长 45.4%、48.8%和 47.8%。以 PEG1.2 的水平，我们对公司的估值在 27 元左右。

深度报告：华峰氨纶

广发证券发展研究中心行业研究员 曹新

公司 2008 年业绩将继续保持高增长

因量增价涨，公司 2007 年业绩大幅增长。2008 年公司将新增氨纶 2 万吨，预计产量将增长 60%左右，同时国产设备可抵免所得税 1 亿元以上，我们预计，只要 2008 年氨纶价格不出现大幅下滑，公司业绩仍将保持高增长。

氨纶供求基本平衡 高景气可望延续

2008 年，国内新增产能 6.25 万吨，大部分装置将在下半年释放产能，我们预计 2008 年实际新增产能可在 3-4 万吨左右，2009 年新增产量在 2-3 万吨左右。而需求方面，以 15%左右的增速计算，2008 年、2009 年新增需求量分别为 2.93 万吨和 3.35 吨左右。这就是说，2008 年随着国内氨纶产

能的集中释放，短期内供将略大于求，但 2009 年，如果需求仍然比较旺盛，供应将略显不足。综合来看，国内供求将基本平衡，行业景气可望延续。

业绩预测与评级

预计 2007、2008、2009 年公司每股收益分别为 2.06 元、3.20 元和 3.25 元。按目前股价测算，公司 2008 年动态市盈率仅为 13.42 倍。无论是华峰氨纶相对于整个化纤板块，还是化纤板块相对于整个 A 股市盈率，都存在一定程度上的低估，给予买入评级。

固定收益产品

一周可转债市场分析

市场回顾

一、市场表现

转债指数走势略微落后于大盘，10 支转债1 涨9 跌上周转债指数的走势落后于大盘：11 月23 日天相转债指数收于4166.33 点，较前一周下跌250.14 点，周涨幅为-5.66%；同期上证指数收于5032.13 点，周涨幅为-5.34%，深成指收于16217.51 点，周涨幅为-3.05%。上周，转债二级市场10 支可交易的转债1 涨9 跌，只有巨轮转债上涨9.93%，其余转债全部下跌，其中锡业转债受正股大幅下跌影响，下跌17.23%，跌幅最大。

转债市场成交金额大幅减少，流动性依然较差

转债市场上周总共成交63.76 万份转债，周成交金额为9656.50 万元，较前一周的3.09亿元大幅减少。所有转债中只有中海转债和锡业转债的周成交金额超过1000 万元，分别为4565.60 万元和1132.89 万元，其余转债成交都较为冷清。成交量的降低导致转债市场的流动性变的更差，周累计换手率仅为1.19%，较前一周有所减少，所有转债的周累计换手率均不超过3%，其中巨轮转债由于存量较小，周累计换手率最大，但也仅为2.29%，海化转债和桂冠转债的周累计换手率最小，分别仅为0.00%和0.04%，流动性一如既往的差。

二级市场规模变化不大，短期内将维持稳定

上周，转债二级市场规模仍然没有发生较大变化，截至11 月23 日收盘，转债二级市场的存量为53.54 亿元，与前一周基本保持持平，只有巨轮转债和锡业转债有少量转股，共计1492 张。我们维持前期判断：由于进入转股期的转债短期内都不存在赎回压力，而且平价溢价率较大，鲜有套利机会出现，预计投资者转股的积极性不高，转债二级市场的规模短期内将维持稳定。

价值分析

1、相对价值分析：债性基本全无，股性水平较弱

上周由于大多数转债价格的下跌，转债市场平均底价溢价率继续下降，转债市场的债性有所上升，而平均平价溢价率与前一周基本保持持平，略有有所下降，股性略有提高，转债市场债性和股性的结构依旧维持债性弱、股性强的格局，我们认为：转债市场所有转债的到期收益率都为负值，单纯作为债券而言转债已经失去了投资的价值，转债价格相对于纯债价值普遍高出较多，11 月23 日转债市场平均底价溢价率高达93.01%，转债市场已经基本毫无债性可言；在目前的市场条件下，只能将转债视作是提前支付了行权费用的看涨期权，特别是进入转股期的转债由于近似于可随时行权

的美式期权，多数投资者仅仅是将其视作正股的替代品，因此转债股性的成分较重，目前转债市场股性水平较弱，11月23日转债市场平均平价溢价率为33.66%。个券方面，山鹰转债的底价溢价率为47.28%，是所有转债中最低的，相对来说债性最强，但其到期收益率为负值，且从底价溢价率的绝对数值来看，也已经失去了债性保护的功能。海化转债的债性最弱，底价溢价率分别高达179.47%。海化、锡业、巨轮和金鹰转债的股性最强，平价溢价率分别为4.43%、4.88%、6.40%和7.31%。赤化转债的股性最弱，平价溢价率高达79.82%，另外恒源转债和澄星转债的股性也较弱，平价溢价率分别为68.84%和64.57%。

2、理论价值分析：平均理论溢价率为-1.25%，转债市场总体略被低估以11月23日收盘价计算，有4支转债相对于理论价格被高估，其中桂冠转债由于流动性较差的原因，依旧是被高估最多的转债，理论溢价率达到25.07%，我们认为其市场价格已经很难反映其内在的真实价值。另外，赤化转债被高估的程度也较大，理论溢价率达到16.59%，隐含波动率为98.03%，高出历史波动率53.68%较多，澄星转债和恒源转债也被高估，理论溢价率分别为2.39%和4.49%。其余6支转债均相对理论价格被低估，其中金鹰转债和锡业转债的理论溢价率分别为-11.47%和-11.55%，被低估程度最大，对比它们的历史波动率与隐含波动率，我们认为这两只转债被低估较多，与投资者短期内不看好它们的正股有一定的关系。另外中海、山鹰、海化和巨轮转债也被低估，理论溢价率在-2%到-7%之间。

总体来看，转债市场的加权平均理论溢价率为-1.25%，略被低估。

二、投资建议

近期市场波动风险加剧，我们建议投资者适当控制转债仓位，回避流动性较差的转债，如桂冠转债、海化转债和巨轮转债；短期内回避被高估较多的赤化转债；关注中海转债的投资价值，可适量持有；锡业转债可适量买入，长期持有；谨慎关注山鹰转债和锡业转债。

对于其中部分个券，我们做如下具体分析：

赤化转债：转债价格被高估较多，持有价值有限，且具有较大风险，建议短期内予以回避如我们之前指出的，赤化转债的上市后的价格被高估较多，必然要经历一个向下调整的过程，而两支转债的价格也确实从高点回落了较大的幅度。但不论从相对估值的角度，还是从理论估值的角度，赤化转债目前仍处于被高估较多的状态：平价溢价率为79.82%，转债价格已经透支了未来一段时间内正股的涨幅，短期内继续上涨的空间不大；赤化转债的理论溢价率为16.59%，隐含波动率为98.03%，高出历史波动率较多。我们仍然认为，赤化转债短期内的持有价值不大，且具有一定的风险，短期内存在调整的可能性，我们建议短期内继续回避赤化转债，等待转债价格趋于合理或正股价格有所上涨后再予以关注。

恒源转债：转债价格下跌基本到位，正股价格具有一定的业绩支撑，建议谨慎关注、适量持有煤炭行业的下游需求依然旺盛，主要的煤炭消费行业：电力、钢铁、建材、化工均保持良好的需求增长。受下游需求拉动和冬季储煤的影响，煤炭价格出现季节性加速上涨，炼焦煤的价格一直强势上涨，动力煤的价格出现季节性上涨。国内煤炭消费旺季的来临、中国成为净进口国对亚太地区煤

炭供给的影响、世界油价的不断上升、国外供给的短缺，上述因素不断支持煤炭价格上涨，对于国内煤炭价格我们抱以乐观的态度。由于部分上市公司的成本增长速度过快，导致了煤炭价格上涨幅度不能够覆盖成本上涨，这一情况会随着煤炭价格在第四季度的加速上涨得以改善，上市公司的盈利能力将会有所增加。基于对2008年中国工业生产加速的宏观判断，以及对于未来煤炭价格的乐观态度，我们维持煤炭行业“领先大势”的评级。

公司层面上，做为安徽省唯一一家煤炭行业上市公司，在行业整合的背景下，资产注入的预期是比较强烈的，安信行业分析师预计恒源煤电07年EPS 或会达到1.60元-1.70元，对目前的股价具有一定的支撑。目前恒源转债的理论溢价率为4.49%，从理论估值的角度看，转债的价格已从前期的高点基本下跌到位；但从相对估值的角度看，恒源转债的平价溢价率高达68.84%，转债的价格有些透支了正股未来一段时间内的涨幅，若不考虑赎回条款，由于转债期限较长，给与其内嵌的期权较高的定价也是合理的，但由于赎回条款的存在，转债的期限存在一定的不确定性，而转债全部转股对股本的稀释作用并不大，一旦转债满足赎回条款，公司行使赎回权的可能性很大，届时转债的期限将变短，而这样一来，转债目前的价格就略嫌偏高了。

基于以上分析，我们认为目前是恒源转债的一个买入时机，但考虑到赎回条款导致的转债期限的不确定性，我们建议投资者谨慎关注、适量持有。

中海转债：基本面未发生变化，转债仍具有具备较好的长期投资价值，但市场波动风险加剧，建议谨慎关注、适量持有受所在板块及正股下跌影响，中海转债近日下跌幅度较大。考虑到正股基本面并未发生明显变化，它的下跌主要还是由于大盘的系统性下跌所致，目前中海发展的07年市盈率在22倍左右，属于合理的价格，未来具有一定的上涨空间，因此我们依旧认为中海转债具有较好的投资价值。

目前中海转债的平价溢价率为24.84%，考虑到正股的成长性，我们认为尚处在合理的区间内，理论溢价率为-6.43%，市场价格低于理论价格，有些被低估。因此我们认为中海转债具有一定的持有价值，其价格的下跌或许也是不错的买入机会。不过考虑到目前市场波动风险加剧，我们建议投资者谨慎关注，适量持有。